

企业债发行利率一路走低

完全市场化仍为时尚早

本报记者 陈继先 上海报道

开年以来,企业债市场有了新的变化。其中最明显的就是发行利率明显降低,与二级市场的价差迅速减小。如刚刚募集完毕的2006年重庆市城市建设投资公司10年期企业债,票面利率定在了4%,为企业债发行利率的历史最低水平。反映出企业债发行的市场化程度有所改善,然而,要实现完全市场化依然“任重道远”。

2005年债券市场的火爆给企业债发展创造了良机。据统计,2005年总计有34家企业的37只企业债成功发行,实际发行量达到了654亿元,在2004年的基础上翻了一番,创下五年来新高。而如果计算国家发改委核准的企业债发行额度,增长就更快了。2005年发改委核准过两批企业债发行额度。首批在2005年4月初,当时的核准额度为512亿,第二批在2005年12月,总额为608亿,涉及43家企业,总计1120亿元。

业内人士估计,2006年的企业债实际发行量有望继续“阔步向前走”。值得注意的是,进入2006年,发行企业债不再只是少数“豪门贵族”的专利,也开始走进“寻常百姓家”。譬如,2005年发改委核准的第二批企业债中民营企业红豆集团赫然在列。

在债市节节攀高,收益率持续探低的过程中,一级市场企业债的发行利率并没有随之调整。实际上,整个2005年企业债发行利率只调整过两次。以十年期债券为例,上半年,发行利率水平大约在5%左右。而在下半年11月份,发行利率则一举降到了4.6%。一二级市场利差有所压缩。然而,2005年12月至现在,债市的强力反弹再次将两个市场的利差扩大。这导致最近正在发行的三只企业债的票面利率再度下调。不过,具体下调情况又与此前明显不同。

三只企业债分别是:国海证券承销的河南省建设投资总公司企业债和华西证券承销的浙江省能源集团公司债券,票面利率均为4.3%;而最新发行的银河证券承销

的重庆市城市建设投资公司企业债,规模20亿,期限10年,票面利率仅为4%。同样期限品种,发行主体信用相似的、处在同一募集期的企业债的发行利率竟然相差了30个基点,这在企业债发行历史上十分“罕见”。

这种情况的出现,既是各方力量博弈的结果,也是企业债发行市场化进程与整体利率市场化进程要求相协调的必然。2005年企业债一、二级市场100多基点的价差,可以说已经“引无数英雄折腰”,即便下调到4.3%,一二级市场利差仍有70个基点。

企业债发行一般采用余额包销的方式,与短期融资券的发行相似,主承销商往往具有“得天独厚”的优势,据相关人士透露,一只企业债发行的大部分蛋糕都被主承销商切走了。然而,主承销商面对着“蜂拥而至”的需求也有如何平衡的“苦恼”,当一、二级市场利差越大时,“苦恼愈甚”。而作为企业债发行人看到有巨大的超额认购量,也要求发行尽可能的市场化,以降低发行成本。但央行出于整体市场利率水平的考虑,并不希望企业债发行市场化走的太快、跨的过远。

三方力量的博弈导致企业债发行利率不断下调,而下调过程则是阶梯型的,说明存在较大刚性。这在06渝城投的发行上最为突出。据了解,本期债发行较其他债在市场化道路上走的更远,票面利率被初步定在3.8%左右,核准时被调到了4.0%。尽管如此,还是向市场传递出了强烈的信号,即企业债发行市场化有所提速。

至于提速到何种程度,最终取决于央行对整体市场利率水平的判断。据业内人士分析,推动利率市场化进程是上下一盘棋,各品种之间有轻重缓急之分。对于企业债发行利率,央行既希望通过其推动利率市场化向前发展,但也不希望其对贷款利率产生过大的压力。因此,企业债市场的一、二级市场利差逐渐缩小可能性较大,完全被消灭,彻底市场化恐怕还“任重而道远”。

本报记者 黄宪奇 光大证券 张国庆

近期,在股市上涨带动下,转债市场也经历了大幅上扬,特别是一些与股改传言有很大关联的转债,转债市场的价值中枢正随股市回暖而逐步上升。本周,相继有四家发行转债上市公司公布股改预案;预计股改进程的推进,一些占市场存量比例较大的转债将发生集中转股,转债市场价格已经上涨到2.76元;而包钢转债最新的转股价为1.98元。根据包钢转债的发行条款,在转股期内,如公司股票收盘价连续30个交易日高于当期转股价的130%,公司将以103元的价格提前赎回转债。按该条款,一旦复牌,包钢转债将很容易触发赎回条款。目前包钢转债的价格为141元,远远高于103元的赎回价格;并且股改无论在总家数,还是在含转债上市公司家数上都创下了沪深两市单批股改的新高。这说明股改目前正进入攻坚阶段。现就已发布预案的几家转债上市公司评论如下:

歌华转债和包钢转债:
借股改东风转股

在歌华有线已公布的股权分置改革方案中,流通股股东持有的每10股流通股将可获得非流通股股东支付的2.5股,此方案略低于市场的预期,预计在经过沟通后存在提高支付对价的可能性。目前歌华转债的正股价格为17.53元,转债的赎回条款为A股股票连续20个交易日的收盘价不低于转股价的130%。目前转股价为12.35元,触发赎回条款的正股价格为16.06元。截至昨日歌华有线已经连续10个交易日高于触发转债赎回的正股价格。另外歌华转债目前的转股溢价率为-0.72%,立即选择转股的价值远高于持有转债的价值,因此目前最优的方案是转债持有人选择转

债持有人利益的转股价,因为经过此番调整,营口转债的股性得到显著提高,营口港后期的表现将主导营口转债未来的走势。

总体上,股改被认为是当前股市回暖的重要因素,但随着其进程的深入,将会有更多的转债进入加速转股的行列。值得指出的是,随着转债市场股性的增强,由股性主导的收益和风险也是系统性的。

例无偿过户给之前登记的流通A股股东。

虽然上周晨鸣纸业的股价上涨了8.95%,但其转债却下跌了0.48%,一般而言,在正股价格和纯债底价不断上升的推动下,转债的价格也应该会上升,这与市场传言公司股改选择送股对转债持有人不利有关。但是由于其转股溢价率为20.75%,纯债溢价率为4.34%,转底的保护作用相对较好,转债的价格为104.99元,价格相对较低。晨鸣纸业正处于快速发展阶段,再考虑到股改后的除权效应,因此持有转债是最优的选择。

另外,经过多次修正,营口转债的转股价由年前的11.95元调整到现在的6.99元,其计算依据为:调整后转债转股价=(现行转债转股价-全体股东每股所获得现金分红-流通股股东每股所获现金对价)/(1+流通股股东所获的股票对价比例),其中,全体股东所获分红=0.96元(税前),流通股股东每股所获现金对价=0.9元,每10股获赠2股。该结果被认为是充分考虑了转债持有人利益的转股价,因为经过此番调整,营口转债的股性得到显著提高,营口港后期的表现将主导营口转债未来的走势。

总体上,股改被认为是当前股市回暖的重要因素,但随着其进程的深入,将会有更多的转债进入加速转股的行列。值得指出的是,随着转债市场股性的增强,由股性主导的收益和风险也是系统性的。

按晨鸣纸业公布的股改方案,流通股股东持有的每10股流通股将可获得非流通股股东支付的2.2股,同时还具有追加对价安排:如公司2005-2007年度净利润的复合增长率低于20%时,则在2007年度报告公布后5个交易日内对流通股股东实施追加对价补偿,由寿光市国有资产管理局将届时持有的流通股股份的5%按比

债市续写上涨神话

企业发行券种值得关注

渤海证券 周喜

年初以来,债券指数依然快速攀升并超过前期高点,这一开局为投资者提供了许多幻想空间——06年的债券市场是续演05年的辉煌,还是会给投资者以当头棒喝呢?市场颇为关注。

1月份CPI同比增幅约为1.4%

尽管去年年末,CPI增速有所回升,但幅度不大;而在粮食丰收的带动下,食品类价格依然没有替代非食品类价格成为推动CPI增长的主力。随春节临近,居民消费增多必将使CPI同比增速有所回升,而全国各地雨雪较多,也会造成1月份蔬菜类价格上涨,从而有助于CPI增速回升。我们认为尽管1月份CPI的增速会有所回升,但其幅度不会很大,估计其同比增速会保持在1.4%左右,另外由于春节的原因造成去年2月份CPI基数较高,所以预计06年2月份CPI增速下降的可能性较大。

“紧信贷”原则依旧

从结构分析看,2005年人民币存款呈现长期化趋势,而贷款则呈现一定程度的短期化;相对于存款的快速增长,贷款增速呈现下降趋势,这造成人民币贷存比不断下降。尽管根据央行1月份公布数据计算,05年12月份的贷款存比有所回升,但是这可能是由于12月份各银行集中放贷以求完成任务造成的,贷款存比下降的趋势是否会出现转变则有待继续观察。另外2006年1月5日在南昌召开的人民银行工作会议指出,2006年计划全部金融机构新增人民币贷款2.5万亿元,与05年的计划持平,由此看来,合理的信贷增长依然是央行06年的工作重点,于是我们认为在近期固定资产投资增速有所回升的情况下,“紧信贷”的调控原则短时间内不会发生根本性改变,资金过于充裕的状态短期难有明显改变。

另外值得关注的是,随着短期融资券发行规模的不断扩大,短期融资券的发行利率呈现出逐渐分化的态势,这一现象在05年11、12月份即已呈现出来。1月份发行的13只短期融资券中有11只是1年期的,而在11只1年期品种中,信用等级同为A-1的05康美CP01和06昊华CP01的发行利率之间竟相差50多个基点,而信用等级同为A-1+的06明珠CP01和06长电CP01的发行利率之间也有4bp的差距,由此可见在短期融资券供给扩大的背景下,供过于求的态势正在逐渐改变,而投资者也开始关注各

品种间信用评级之外的其他差异。有理由相信,随着供给的进一步扩大,利率水平的分化程度将逐步扩大,而信用评级也不再是决定短期融资券发行利率的唯一标准。

年初以来,国债指数依然快速攀升并超过前期高点。相对于国债强劲的走势,上交所企业债也不甘落后,而且其涨势更是迅猛,其实自去年债券市场大幅上涨以来,交易所企业债的涨势就一直强于交易所国债;由于企业债相对较高的收益率水平,所以05年10月底央行领导有关市场利率的讲话对企业债的负面影响远小于国债。此后企业债率先结束调整,并先于国债开始上涨,同时继续保持单边上扬的态势。

欠配长期,选择短期

随着价格的不断走高,中长期债券的收益率也出现了大幅下跌;这正是隐藏在债券上涨神话背后的隐忧。即使对于那些有资产配置要求的机构投资者而言,此类品种也应当进行适当的欠配,而短期品种目前仍有一定的收益优势,我们认为在组合久期把握时,应当关注长期品种低收益率造成的风险,并加大短期品种的配置。

既然企业债走势强于国债,而且由于目前所发行的企业债均拥有较高的信用等级,而且还有银行担保作为支付后盾,于是可以考虑买入企业债以保持较高的收益水平。另外,由于短期融资券发行规模的增大使得其收益率呈现分化的趋势,于是在进行短期融资券投资时,对于利差的考量应当引起投资者的关注,其中由大型企业发行的短期融资券会因为其较高的信用而出现利率走低的趋势,从而为持有者带来相应的收益。另外,我们在年报中指出,相对于“新券”而言,03年之前发行的“老券”由于其非跨市场的特性造成收益率水平较高,于是我们依然认为其在市场总体收益率水平较低的情况下有较高的投资价值。

随着价格的不断走高,中长期债券的收益率也出现了大幅下跌;这正是隐藏在债券上涨神话背后的隐忧。即使对于那些有资产配置要求的机构